

2020 年资产支持证券市场研究报告

2020 Annual Research Report on the ABS Market

2021 年 3 月 4 日



联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.

VISIT...

LANZAROTE
Caliente.COM

摘 要

2020 年我国资产支持证券市场在发展中不断规范和创新，政策环境体现六个导向：一是服务实体经济、支持疫情防控，具体体现为中国证监会发布《关于延长公司债券许可批复时限支持防控新型冠状病毒感染肺炎疫情的通知》等；二是强化尽职调查，加强自律监管，具体体现为交易商协会发布《非金融企业债务融资工具主承销商尽职调查指引》等；三是规范业务标准、加强风险防控，具体体现为中保登发布《关于资产支持计划分期发行有关事项的通知》等；四是防范金融风险、规范投资行为，具体体现为银保监会发布《保险资产管理产品管理暂行办法》等；五是鼓励创新发展、支持产品创新，具体体现为证监会、发改委发布《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》等；六是加强法制建设、优化制度设计，具体体现为最高人民法院发布了《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》。

2020 年资产支持证券市场增长较为平稳，全年共发行 2074 单 5444 只资产支持证券，分别增长 47.72% 和 33.99%，发行规模 28799.02 亿元，同比增长 23.48%，其中银行间 ABS 的发行规模有所下降，交易所 ABS 和银行间 ABN 发行规模均有所增加，银行间 ABN 增幅较大，表现较为突出。全市场发行成本显著下降，信用分化有所加剧，各信用等级之间的发行利率级差扩大。资产支持证券发行信用等级主要集中于 AAA_{sf} 和 AA⁺_{sf}，AAA_{sf} 级发行只数占比约 76%，发行规模占比近 95%。二级市场的交易规模为 7814.10 亿元，与去年基本持平，换手率为 19.20%，流动性有所下降。AAA_{sf}、AA⁺_{sf}、AA_{sf} 级资产支持证券的发行利差均值分别为 163BP、262BP 和 369BP，各信用等级利差检验具有显著差异，信用评级对资产支持证券的信用风险具有良好的区分度。创新产品不断涌现，主要体现在基础资产类型和交易结构日益丰富、风险缓释工具创设力度加大、疫情防控 ABS 快速推出等三个方面。全年共有 2 只资产支持证券首次发生违约；9 单 25 只资产支持证券的信用评级发生下调，同比增加 13 只。

展望 2021 年，我国资产支持证券市场有望保持稳步增长，支撑市场的有利因素包括新冠疫情得到控制后实体经济具有更强的融资需求、资管新规过渡期进入尾声非标转标需求更加迫切、不良资产规模持续上升推动特殊机遇资产证券化产品增多、鼓励消费政策不断推出和知识产权强国战略深入实施促进消费贷款资产支持证券和知识产权资产支持证券的扩大发行。2021 年，资产支持证券市场的信用风险或将加快释放，需重点关注 PPP 项目资产证券化产品的增信主体风险、运输收费收益权类资产证券化产品的疫情风险、基础设施收益权类资产证券化产品的底层资产现金流大幅下降的风险、房地产行业的政策风险。

2020 年资产支持证券市场研究报告

联合资信 债券市场研究部 王正清 刘晓光 陈诣辉

一、政策环境

1. 服务实体经济、支持疫情防控

2020 年新冠肺炎疫情发生以后，中国人民银行、财政部、银保监会、证监会、外汇局、深圳证券交易所、上海证券交易所等多部门迅速采取措施，发布多项文件政策，支持疫情防控和企业复工复产。具体措施包括：加大对疫情防控相关领域的融资支持，鼓励通过公司类信用债、债务融资工具、资产支持证券等方式筹集资金；为受疫情影响较大的地区、行业和企业提供差异化的金融服务，取消相关企业反担保要求，降低担保和再担保费，延长债券、批文的有效期；提高疫情期间金融服务的效率，对受疫情影响较大领域和地区的融资需求，要求金融机构建立、启动快速审批通道，加强全国范围特别是疫情严重地区的线上服务，简化业务流程，切实提高业务办理效率；放宽监管和资本市场相关业务办理时限，延长债券额度有效期。在相关政策的推动下，2020 年共有 59 单支持疫情防控的资产证券化产品落地，为疫情防控、缓解企业资金压力、稳定就业作出了积极贡献。

2. 强化尽职调查、加强自律监管

与国外成熟市场相比，我国资产证券化产品信息披露标准化水平较低，行业自律监管较为薄弱，2020 年，我国金融监管机构发布了一系列政策，继续推进企业和金融机构信息披露工作，加强对金融行业的监督管理，所涉及内容包括：（1）发布相关 ABS 产品主承销商的尽职调查指引，2020 年 12 月 5 日交易商协会发布了《非金融企业债务融资工具主承销商尽职调查指引》，加强了对非金融企业债务融资工具主承销商和资产支持票据承销商的尽职调查要求。（2）发布对相关金融机构及其 ABS 业务的监督管理办法，2020 年 9 月 16 日银保监会发布了《关于加强小额贷款公司监督管理的通知》，加强了对小额贷款公司业务范围和承做 ABS 业务的监督管理。以上政策指引和监督办法的制定与实施，进一步加强了资产证券化产品主承销商的尽职调查工作，规范了相关金融机构的 ABS 业务，对于推动我国资产证券化的尽职调查、加强行业自律和监督管理工作具有十分重要的意义。

3. 规范业务标准、加强风险防控

为规范资产证券化业务，加强相关领域的风险防控，2020 年我国金融监管机构推出了一系列相关政策文件，所涉及的重点内容包括以下三方面：（1）变革信贷资产证券化产品登记制度，2020 年 9 月 30 日银保监会发布了《中国银保监会办公厅关于银行业金融机构信贷资产证券化信息登记有关事项的通知》，明确要求信贷资产证券实施信息登记制；2020 年 10 月 6 日银登中心发布了《信贷资产证券化信息登记业务规则（试行）》，明确了信贷资产证券登记主体、初始登记材料、存续期变更登记规则、违规处理等内容。（2）颁布标准化债券和标准化票据的认定标准，2020 年 7 月 3 日央行、银保监会、证监会、国家外汇管理局联合发布了《标准化债权类资产认定规则》，对标准化债权类资产进行了界定。（3）制定了资产支持证券相关业务的流程标准，2020 年 5 月 8 日深交所发布了《深圳证券交易所资产证券化业务问答（2020 年 5 月修订）》，对资产证券化的挂牌条件、发行与审核、存续期管理等业务进行了解答；2020 年 5 月 29 日中保保险资产登记交易系统有限公司（以下简称“中保登”）发布了《关于资产支持计划分期发行有关事项的通知》，对资产支持计划分期发行的工作流程进行说明。2020 年是我国资产证券业务标准化发展的重要一年，信贷资产证券化产品登记制度的变革，标准化债权认定标准的颁布，相关业务的标准化流程的制定，进一步规范了我国资产证券化的业务标准，提高了工作效率，降低了相关风险，对推动我国资产证券化的健康发展具有重要意义。

4. 防范金融风险、规范投资行为

随着我国金融市场资本规模的逐渐壮大，各投资主体投资范围不断扩展，投资风险也随之提升，为降低金融风险，2020 年在资产证券化领域我国在规范投资行为方面，做了如下工作：（1）拓展了保险资产管理产品的投资范围，2020 年 3 月 25 日银保监会发布了《保险资产管理产品管理暂行办法》，明确了保险资管产品可以投资于资产证券化产品。（2）加强了对融资租赁公司的投资行为监管，2020 年 6 月 9 日银保监会发布了《融资租赁公司监督管理暂行办法》，要求融资租赁公司开展的固定收益类证券投资业务，不得超过净资产的 20%。规范投资行为是防范我国资产证券化风险的重要渠道，通过对投资主体和投资行为的界定和管理，可以有效杜绝相关金融风险，维持我国金融行业的稳定发展。

5. 鼓励创新发展、支持产品创新

当前，我国债券市场正处于高速发展时期，推动资产支持证券的产品创新是我国目前的重点工作内容之一，2020 年我国资产支持证券产品创新政策支持

集中在以下两个方面：（1）加强了对 REITs 的政策支持，2020 年 4 月 30 日证监会、发改委发布了《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》，2020 年 8 月 17 日发改委发布了《关于做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点项目申报工作的通知》，为我国 REITs 的发行提供了政策支持。（2）加强了对知识产权资产证券化的政策支持，2020 年 4 月 30 日财政部和国家知识产权局发布《关于做好 2020 年知识产权运营服务体系建设的通知》，为我国推出知识产权资产证券化创新产品提供了政策支持。在国家对产品创新的政策支持下，我国资产证券化市场产生了众多创新产品，这些创新产品的诞生，丰富了资产证券化产品种类，盘活了我国资产存量，解决了众多企业的融资困难，对我国经济发展起到了重要支撑作用。

6. 加强法制建设、优化制度设计

近年来我国债券市场发展迅速，但是相关业务流程和规则制度建设较为落后，特别是在法律制度建设方面，2020 年我国加大了法律制度建设的力度，出台了首部最高法债券领域司法文件。2020 年 7 月 15 日最高人民法院发布了《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》，明确了债券纠纷案的诉讼主体资格的认证，案件的受理、管辖与诉讼方式、发行人的民事责任等内容。最高法首部债券领域司法文件问世，弥补了包括 ABS 债券在内的债券市场在法律制度建设方面的不足和空白，在推进我国债券法制化建设的道路上，迈出了坚实的一步。

表 1 2020 年发布的各类资产支持证券政策列表

相关主题	发布日期	政策及文件名称	发布机构	主要内容
服务实体经济，支持疫情防控	2020/1/27	《关于做好新型冠状病毒感染的肺炎疫情防控工作的通知》	证监会	要求各证券基金期货经营机构改进服务方式、维护业务稳定、引导理性投资，加强上市公司信息披露工作。
	2020/1/27	《关于疫情防控期间债券业务安排有关事项的通知》	上交所	明确了通过非现场方式办理相关业务的相关细则。
	2020/1/31	《关于进一步强化金融支持防控新型冠状病毒感染的肺炎疫情的通知》	央行、财政部、银保监会、证监会、外汇局	要求加大信贷支持力度，保障人民群众日常金融服务，维护金融市场平稳运行，建立绿色通道，提高外汇及跨境人民币办理效率。
	2020/2/2	《关于全力支持防控新型冠状病毒感染的肺炎疫情影响相关监管业务安排的通知》	上交所	明确了疫情期间开展公司债券和资产支持证券项目受理及审核工作流程，规定了中止时限计算措施。
	2020/2/5	《关于延长公司债券许可批复时限支持防控新型冠状病毒感染的肺炎疫情的通知》	证监会	放宽了债券、资产支持证券发行的办理时限。
	2020/2/7	《中国人民银行金融市场关于疫情防控期间金融机构发行债券有关事宜的通知》	央行	为疫情较重地区金融机构发行债券，建立“绿色通道”，延长金融债券额度有效期，灵活安排债券发行及存续期管理等相关工作。
强化信息披露，加强自律监管	2020/9/16	《关于加强小额贷款公司监督管理的通知》	银保监会	明确了小额贷款公司规范业务经营范围，要求其改善经营管理，加强监督管理，同时要求 ABS 等标债融资杠杆不得超净资产 4 倍。
	2020/12/5	《非金融企业债务融资工具主承销商尽职调查指引》	交易商协会	明确了主承销商责任边界，细化了尽责调查内容，增设了自律管理和自律处分等内容。同时，明确了资产支持票据主承销商应参照本指引尽职调查方法开展尽职调查工作。
规范业务标准，加强风险控制	2020/5/8	《深圳证券交易所资产证券化业务问答（2020 年 5 月修订）》	深交所	对资产证券化的挂牌条件、发行与审核、存续期管理等业务进行了解答。
	2020/5/12	《关于资产支持计划分期发行有关事项的通知》	中保登	明确了分期发行的资产支持计划的注册、管理、基础资产要求。
	2020/7/3	《标准化债权类资产认定规则》	央行、银保监会、证监会、国家外汇管理局	细化了资管新规关于标债资产的相关认定标准，将标债资产与非标资产进行清晰界定。

	2020/9/30	《中国银保监会办公厅关于银行业金融机构信贷资产证券化信息登记有关事项的通知》	银保监会	明确了银保监会不再对信贷资产证券化产品备案登记,实施信贷资产证券化信息登记。
	2020/10/6	《信贷资产证券化信息登记业务规则(试行)》	银登中心	明确了登记主体、初始登记材料、存续期变更登记规则、违规处理等内容。
防范金融风险,规范投资行为	2020/3/25	《保险资产管理产品管理暂行办法》	银保监会	明确了保险资管产品的产品定位和投资范围,产品发行方式和销售机构,信息披露及登记平台等内容,明确了保险资管产品可以投资于资产证券化产品。
	2020/6/9	《融资租赁公司监督管理暂行办法》	银保监会	明确了租赁公司及其业务的定义,规定了租赁公司经营业务的范围包括固定收益类证券投资业务,且要求融资租赁公司开展的固定收益类证券投资业务,不得超过净资产的 20%。
鼓励创新发展,支持产品创新	2020/4/30	《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)试点相关工作的通知》	证监会、发改委	明确了基础设施 REITs 试点的基本原则、试点项目要求和试点工作安排。
	2020/4/30	《关于做好 2020 年知识产权运营服务体系建设工作的通知》	财政部、国家知识产权局	明确要求依法依规推进知识产权证券化,完善知识产权证券化配套扶持政策。
	2020/8/17	《关于做好基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)试点项目申报工作的通知》	发改委	明确了基础设施试点的地区和行业范围,以及项目需要满足的基本条件。
加强法治建设完善制度设计	2020/7/15	《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》	最高人民法院	最高法首部债券领域司法文件,明确了诉讼主体资格的认证,案件的受理、管辖与诉讼方式,债券持有人权利的保护,发行人的民事责任等内容。

资料来源：联合资信整理。

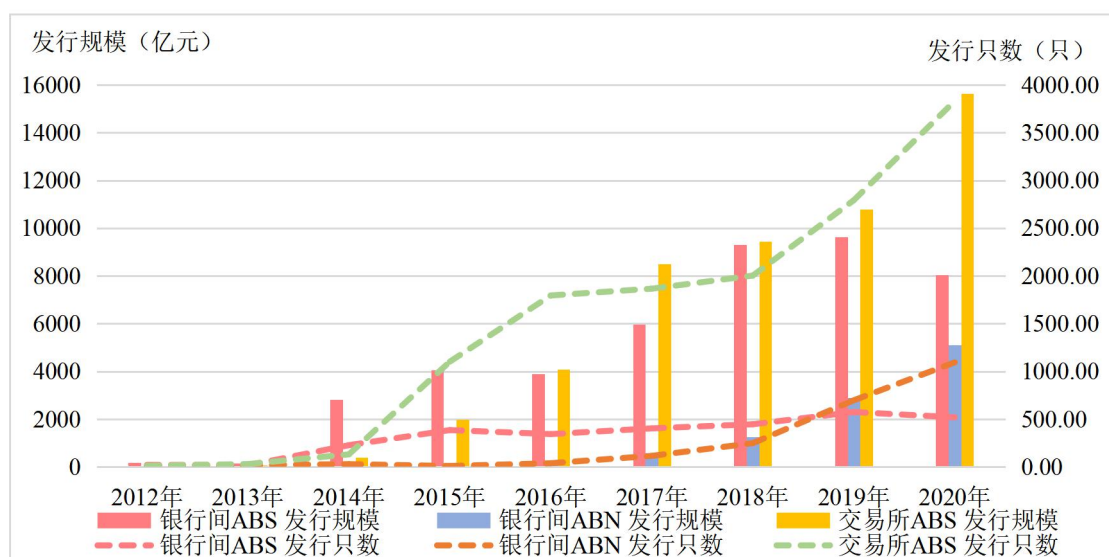
二、发行和交易情况

1. 发行规模稳步增长，银行间 ABN 表现亮眼

2020 年，资产支持证券发行稳步增长，一级市场共发行 2074 单 5444 只资产支持证券，同比增加 670 单 1381 只，增幅分别为 47.72%和 33.99%¹；发行规模合计 28799.02 亿元，同比增加 5475.41 亿元，增幅为 23.48%。其中：交易所市场资产支持证券（以下简称“交易所 ABS”）发行 1445 单 3831 只，同比分别增长 48.82%和 37.21%，发行规模为 15647.55 亿元，同比增长 44.87%；银行间市场资产支持证券（以下简称“银行间 ABS”）发行 187 单 519 只，同比分别增长 1.63%和-9.58%，发行规模为 8041.90 亿元，同比下降 16.53%；银行间市

¹ 以债券发行起始日为时间区间标准进行统计，统计范围包括公募和私募发行的资产支持证券，不包括全国中小企业股份转让系统、机构间私募产品报价与服务系统和证券公司柜台市场等。

场资产支持票据（以下简称“银行间 ABN”）发行 442 单 1094 只，同比分别增长 77.51%和 56.96%，发行规模为 5109.57 亿元，同比增长 76.92%。总体来看，资产支持证券发行总量保持稳步增长态势，其中银行间 ABS 的发行规模有所下降，交易所 ABS 和银行间 ABN 发行规模均有所增长，银行间 ABN 增幅较大，表现较为突出。银行间 ABN 作为非金融企业在银行间债券市场的结构化融资工具，自 2016 年 12 月交易商协会发布《非金融企业资产支持票据指引（修订稿）》后，由于发行效率高，相比交易所债券市场具有一定的发行成本优势和更好的流动性，发行规模快速增长，在资产证券化市场的重要性也显著提升。



数据来源：Wind，联合资信整理。

图 1 2012 年—2020 年资产支持证券发行规模及只数走势图

从基础资产类型看，个人住房抵押贷款、保理合同债权、应收账款、应收票据、消费性贷款的发行规模在单一大类基础资产中位居前五。受益于近年来供应链金融 ABS 的爆发，以保理合同债权作为基础资产的资产支持证券发行规模已位居第二，仅次于个人住房抵押贷款；以应收票据作为基础资产的资产支持证券发行规模同比增长超过一倍；在鼓励消费的政策支持下，以消费性贷款作为基础资产的资产支持证券发行规模也实现较高增速，发行规模同比增长超 300%。就各类基础资产 ABS 的发行单数看，保理合同债权、应收票据、应收账款、消费性贷款和应收租赁款 ABS 位居前五，其中保理合同债权 ABS 发行单数达到 671 单，远超其他基础资产类型的发行单数，主要是随着近年来房地产企业和互联网企业供应链融资方式的创新，资产证券化已成为盘活保理资产的一个重要方式。

表 2 2020 年资产支持证券基础资产类型发行统计表

基础资产	发行单数	发行只数	发行规模
------	------	------	------

	单数 (单)	占比 (%)	同比 增幅 (%)	只数 (只)	占比 (%)	同比 增幅 (%)	规模 (亿元)	占比 (%)	同比 增幅 (%)
个人住房抵押贷款	54	2.60	-19.40	183	3.36	-21.79	4072.63	14.14	-21.11
保理合同债权	671	32.35	372.54	1204	22.12	349.25	3966.13	13.77	352.10
应收账款	217	10.46	-53.73	548	10.07	-42.86	3668.69	12.74	-1.97
应收票据	242	11.67	137.25	602	11.06	89.91	3268.94	11.35	122.82
消费性贷款	213	10.27	460.53	727	13.35	491.06	2838.10	9.85	364.93
应收租赁款	202	9.74	18.13	699	12.84	12.92	2301.35	7.99	12.61
汽车抵押贷款	43	2.07	2.38	118	2.17	-11.28	1940.32	6.74	-1.30
企业信贷资产	26	1.25	23.81	77	1.41	22.22	1409.00	4.89	58.04
商业房地产抵押贷款	60	2.89	140.00	142	2.61	132.79	1310.16	4.55	147.40
小额贷款	52	2.51	-27.78	167	3.07	-23.74	642.14	2.23	-45.66
信托受益权	42	2.03	-35.38	144	2.65	-45.45	525.27	1.82	-41.88
房地产信托投资基金	22	1.06	69.23	60	1.10	62.16	323.51	1.12	30.46
基础设施收费	35	1.69	-7.89	239	4.39	-6.27	311.70	1.08	-22.44
不良贷款	55	2.65	89.66	110	2.02	89.66	282.60	0.98	96.95
信用卡贷款	2	0.10	-83.33	10	0.18	-77.27	193.77	0.67	-83.46
PPP 项目	6	0.29	50.00	32	0.59	-5.88	62.83	0.22	23.78
融资融券债权	3	0.14	-62.50	7	0.13	-56.25	37.00	0.13	-81.50
其他债权	102	4.92	20.00	255	4.68	-26.72	1384.29	4.81	-19.72
其他收益权	27	1.30	2600.00	120	2.20	990.91	260.60	0.90	3157.54
总计	2074	100	47.72	5444	100	33.99	28799.02	100	23.48

注：1、基础资产为其他债权的 ABS 项目包括 9 单基础资产为保单贷款的 ABS 项目、6 单补贴款的 ABS 项目、1 单购房尾款的 ABS 项目和 86 单未列明基础资产类型的 ABS 项目；2、基础资产为其他收益权的 ABS 项目包括 2 单基础资产为门票收入的 ABS 项目和 25 单棚改/保障房 ABS 项目。

数据来源：Wind，联合资信整理。

从已发行的资产支持证券承销情况来看，2020 年，承销商头部效应较为明显，前五大承销商承销规模市场份额占比达 40.80%，前十大承销商承销规模市场份额占比 62.46%。中信证券股份有限公司承销的资产支持证券单数和规模均最多，分别为 343 单和 3145.08 亿元，招商证券股份有限公司和中国国际金融股份有限公司分别以 2392.89 亿元和 1945.83 亿元的承销金额位列第二、第三位（表 3）。

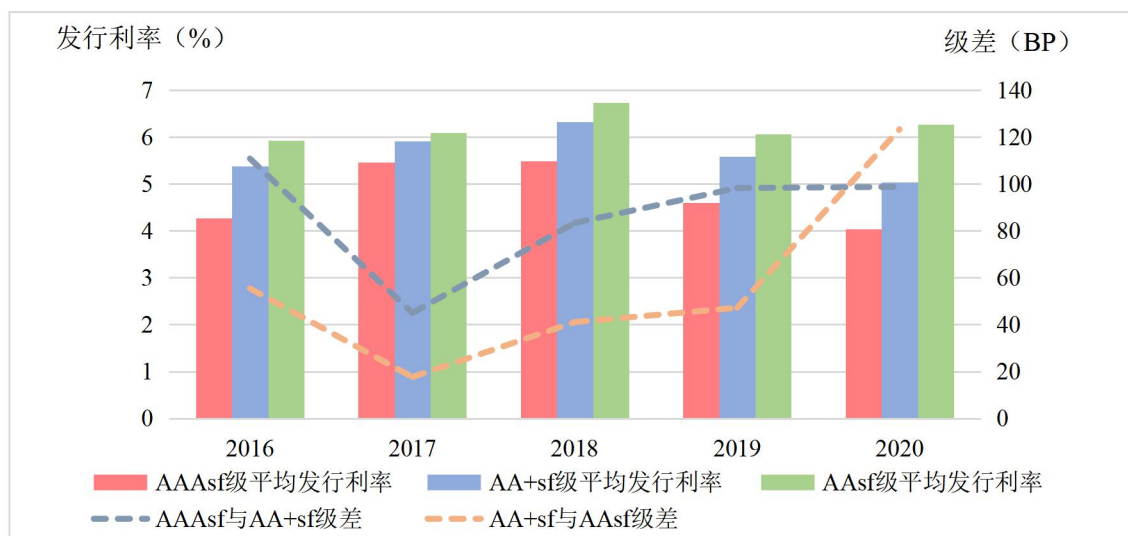
表 3 2020 年资产支持证券承销金额前十位的承销商统计表

机构名称	全市场		银行间市场		交易所市场	
	承销规模 (亿元)	承销单数	承销规模 (亿元)	承销单数	承销规模 (亿元)	承销单数
中信证券股份有限公司	3145.08	343	1039.81	89	2105.27	254
招商证券股份有限公司	2392.89	257	1128.84	120	1264.06	137
中国国际金融股份有限公司	1945.83	189	893.73	91	1052.10	98
中信建投证券股份有限公司	1842.48	299	80.02	6	1762.46	293
平安证券股份有限公司	1752.89	171	1375.38	101	377.51	70
光大证券股份有限公司	1450.10	134	794.20	55	655.90	79
海通证券股份有限公司	1377.73	172	406.58	38	971.15	134
国泰君安证券股份有限公司	1377.03	179	796.74	79	580.30	100
华泰证券股份有限公司	932.07	17	57.89	4	874.18	13
中国银行股份有限公司	746.89	73	746.89	73	0.00	0

数据来源：Wind，联合资信整理。

2. 发行成本有所下降，信用分化有所加剧

2020 年，受疫情冲击和灵活适度货币政策影响，资产支持证券的发行成本整体有所下降，全市场发行的 AAA_{sf} 级资产支持证券的平均发行利率为 4.04%，同比下降 56bp；AA⁺_{sf} 级资产支持证券的平均发行利率为 5.03%，同比下降 56bp；AA_{sf} 级资产支持证券的平均发行利率为 6.26%，同比上升 21bp。与此同时，不同信用等级的资产支持证券的发行利率级差有所扩大，反映债市违约常态化后，信用分化有所加剧。具体来看，2020 年全市场发行的 AAA_{sf} 与 AA⁺_{sf}、AA⁺_{sf} 与 AA_{sf} 的资产支持证券发行利率级差同比分别上升 0.52bp 和 76bp。从 2016 年—2020 年来看，AAA_{sf} 与 AA⁺_{sf}、AA⁺_{sf} 与 AA_{sf} 的资产支持证券发行利率级差呈现先下降后上升的趋势，并且 AA⁺_{sf} 与 AA_{sf} 的资产支持证券发行利率级差上升幅度更明显（图 2）。



数据来源：Wind，联合资信整理。

图 2 2016 年—2020 年全市场资产支持证券 AAA_{sf}、AA⁺_{sf} 和 AA_{sf} 级差走势图

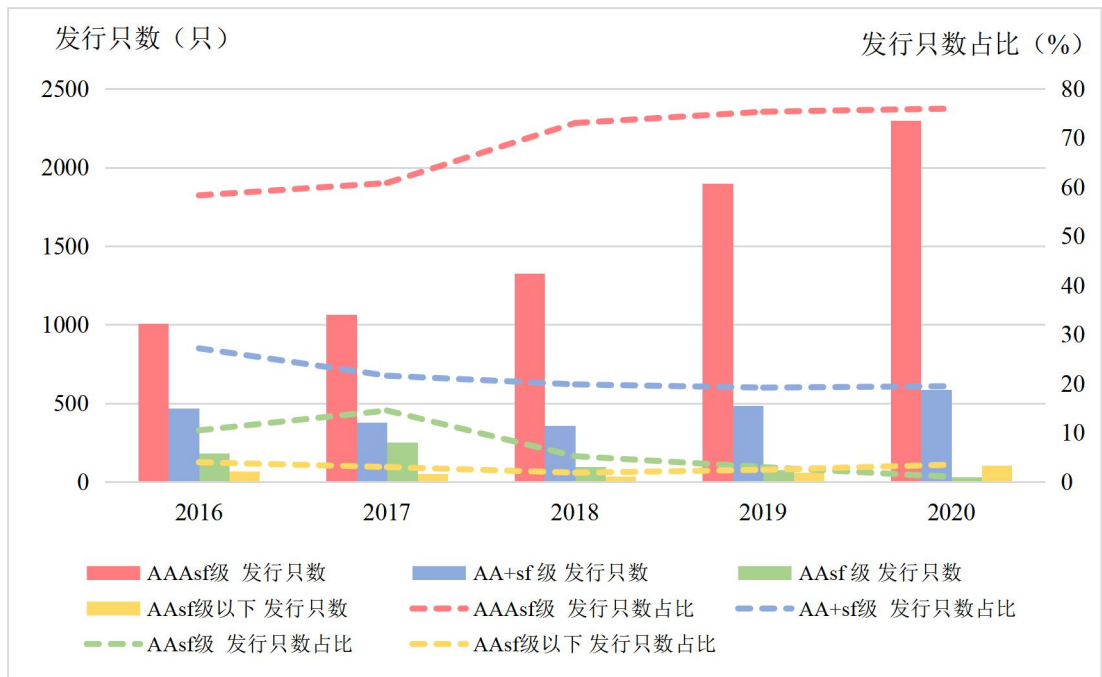
3. 发行信用等级分布

2020 年，我国债券市场共发行 5444 只资产支持证券，其中 3023 只具有信用评级，总体上集中于 AAA_{sf} 和 AA⁺_{sf}。在具有信用评级的资产支持证券中，AAA_{sf} 级的资产支持证券发行只数占比为 75.98%，发行规模占比近 95%；AA⁺_{sf} 级资产支持证券的发行只数占比为 19.48%，发行规模占比 4.73%（表 4）。从 2016 年—2020 年来看，新发行的 AAA_{sf} 级资产支持证券发行只数、发行规模占比呈现显著上升的趋势，AA⁺_{sf} 级资产支持证券发行只数、发行规模占比变化不大，而 AA_{sf} 级（含）以下的资产支持证券发行只数、发行规模占比呈现显著下降趋势（图 3、图 4），说明市场更青睐高信用等级的资产支持证券。

表 4 2020 年资产支持证券信用等级统计表

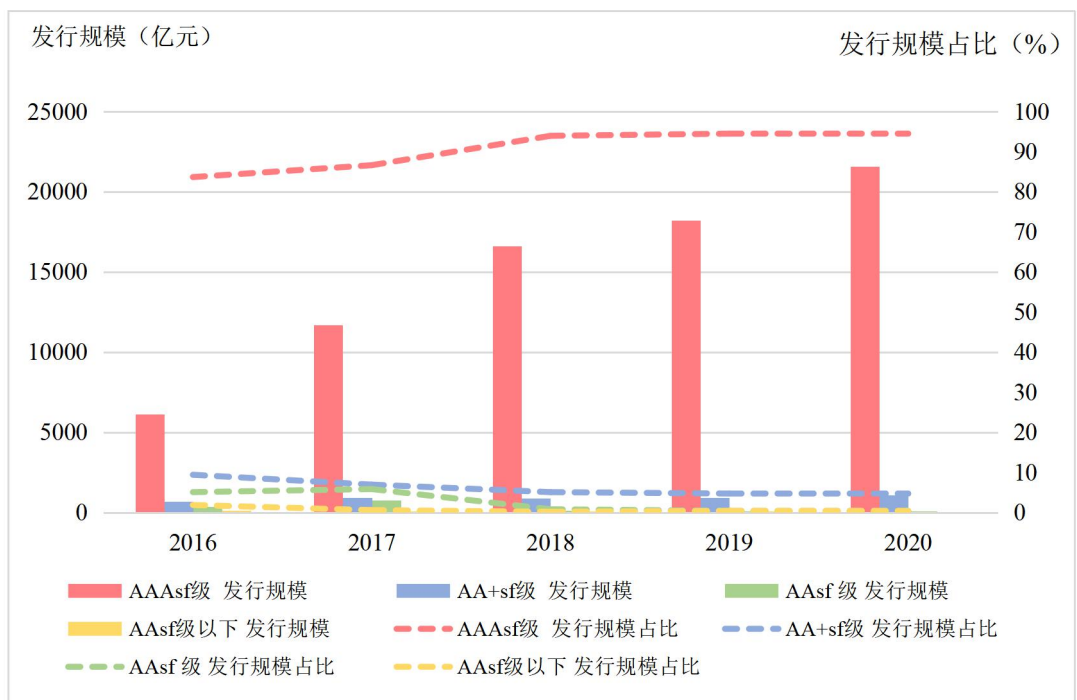
级别	发行只数	发行只数占比 (%)	发行规模(亿元)	发行规模占比 (%)
AAA _{sf}	2297	75.98	21559.49	94.48
AA ⁺ _{sf}	589	19.48	1090.39	4.73
AA _{sf}	31	1.03	79.49	0.39
AA ⁻ _{sf}	4	0.13	5.14	0.02
A ⁺ _{sf}	59	1.95	37.25	0.24
A _{sf}	4	0.13	3.95	0.05
A ⁻ _{sf}	5	0.17	3.70	0.03
BBB ⁺ _{sf}	21	0.69	13.05	0.03
BBB _{sf}	9	0.30	5.85	0.02
BB ⁺ _{sf}	4	0.13	0.66	0.00
合计	3023	100.00	22798.96	100.00

数据来源：Wind，联合资信整理。



数据来源：Wind，联合资信整理。

图 3 2016 年—2020 年资产支持证券各信用等级只数占比走势图

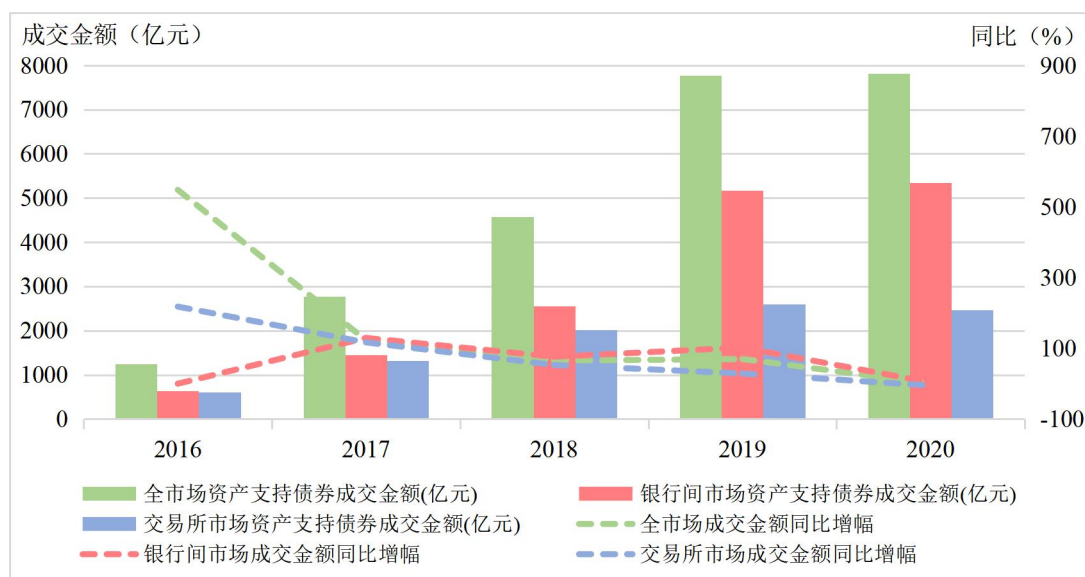


数据来源：Wind，联合资信整理。

图 4 2016 年—2020 年资产支持证券各信用等级发行规模占比走势图

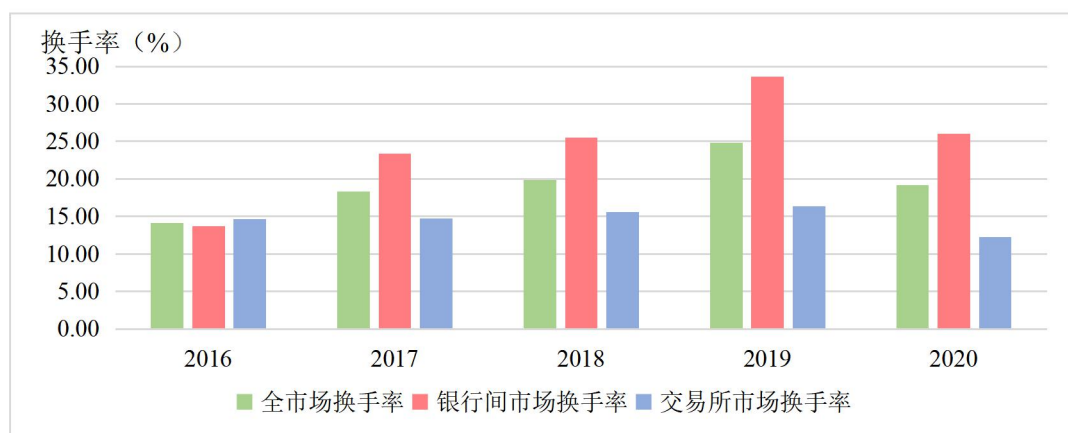
4. 二级市场交易持续增长，流动性有所回落

2020 年，资产证券化二级市场的交易规模同比小幅增长，全市场的资产支持证券的成交金额为 7814.10 亿元，同比增长 0.52%，换手率为 19.20%，其中：银行间市场的资产支持证券的成交金额为 5348.89 亿元，同比增长 3.45%，换手率为 26.04%；交易所市场的资产支持证券的成交金额为 2465.21 亿元，同比下降 5.31%，换手率为 12.22%。从 2016 年—2019 年来看，银行间市场与交易所市场的成交金额和换手率均不断攀升，但银行间市场增速更快，资产支持证券市场的流动性不断改善，2020 年银行间市场成交金额同比略有上升，换手率同比有所下降，交易所市场成交金额及换手率同比均有所下降（图 5、图 6）。



数据来源：Wind，联合资信整理。

图 5 2016 年—2020 年各市场资产支持证券成交金额及其同比增幅走势图



数据来源：Wind，联合资信整理。

图 6 2016 年—2020 年各市场资产支持证券换手率图

三、发行利差分析

剔除债项评级、发行期限、票面利率缺失的样本后，我们用发行利率减去同日同期限的国债到期收益率，得到每只资产支持证券的发行利差²。2020 年，AAA_{sf}、AA⁺_{sf}、AA_{sf} 级资产支持证券的发行利差均值分别为 163BP、262BP 和 369BP，其中 AAA_{sf} 和 AA⁺_{sf} 级资产支持证券的发行利差均值同比上年分别下降 24BP 和 23BP，AA_{sf} 级资产支持证券的发行利差均值同比上年上升 38BP。各信用等级之间的级差有所扩大，AAA_{sf} 级和 AA⁺_{sf} 级之间的级差为 99BP，比上年上升 2BP，AA⁺_{sf} 级和 AA_{sf} 级之间的级差为 107BP，比上年上升 58BP，反映市场投资者的风险偏好有所降低，对较低等级资产支持证券要求更高的风险补偿。各信用等级的利差变异系数相对偏高，说明投资者对资产支持证券的信用风险判断具有较大的分歧。总体看，2020 年，信用评级对资产支持证券的信用风险具有良好的区分度，资产支持证券的信用等级越低，平均发行利率和发行利差越高（表 5）。

从银行间和交易所市场的比较来看，银行间市场的 AAA_{sf}、AA⁺_{sf} 和 AA_{sf} 级资产支持证券的平均发行利率³分别比交易所市场低 52BP、80BP 和 82BP，发行利差均值分别低 66BP、70BP 和 63BP，两个市场资产支持证券在基础资产类型、发行人类型、原始权益人信用资质等方面的差异在风险定价中得到一定反映（表 6、表 7）。

为了检验信用等级对资产支持证券发行利差影响的显著性，我们采用了 Mann-Whitney U 两独立样本非参数检验方法，对 AAA_{sf}、AA⁺_{sf} 和 AA_{sf} 级两两之间的利差分布进行显著性检验。2020 年，在 95% 的置信水平下，AAA_{sf}、AA⁺_{sf} 和 AA_{sf} 级之间均通过检验，具有显著性差异，说明信用等级对发行利差具有区分性，评级结果得到了投资者认可（表 8）。

² 银行间市场发行的资产支持证券发行利差为资产支持证券票面利率减去与其起息日相同的同期限中债国债到期收益率，交易所市场发行的资产支持证券发行利差为资产支持证券票面利率减去与其起息日相同的同期限中证国债到期收益率。

³ 由于资产支持证券发行期限分布较广，大多非整数，加之各期限样本量太小，因此统计发行利率时没有考虑发行期限因素。

表 5 2020 年资产支持证券发行利差统计表（全市场）

信用等级	样本数量 (个)	发行期限均值 (年)	发行利率均值 (%)	发行利差区间 (BP)	发行利差均值 (BP)	级差 ⁴ (BP)	发行利差 变异系数 (倍)
AAA _{sf}	2297	2.26	4.04	-58 ~ 619	163	-	0.60
AA ⁺ _{sf}	589	2.15	5.03	10 ~ 1086	262	99	0.54
AA _{sf}	31	3.41	6.26	155 ~ 941	369	107	0.43

数据来源：Wind，联合资信整理。

表 6 2020 年资产支持证券发行利差统计表（银行间市场）

信用等级	样本数量 (个)	发行期限均值 (年)	发行利率均值 (%)	发行利差区间 (BP)	发行利差均值 (BP)	级差 (BP)	发行利差 变异系数 (倍)
AAA _{sf}	506	2.89	3.64	-33 ~ 437	112	-	0.68
AA ⁺ _{sf}	77	1.50	4.34	81 ~ 524	201	89	0.61
AA _{sf}	4	1.57	5.55	200 ~ 493	314	113	0.37

数据来源：Wind，联合资信整理。

表 7 2020 年资产支持证券发行利差统计表（交易所市场）

信用等级	样本数量 (个)	发行期限均值 (年)	发行利率均值 (%)	发行利差区间 (BP)	发行利差均 值 (BP)	级差 (BP)	发行利差变异系数 (倍)
AAA _{sf}	1791	2.08	4.16	-58 ~ 619	178	-	0.56
AA ⁺ _{sf}	512	2.24	5.14	10 ~ 1086	271	93	0.52
AA _{sf}	27	3.69	6.37	155 ~ 941	377	106	0.43

数据来源：Wind，联合资信整理。

表 8 2020 年资产支持证券信用等级对利差影响的显著性检验

信用等级	AAA _{sf}	AA ⁺ _{sf}	AA _{sf}
AAA _{sf}	--	0.0000	0.0000
AA ⁺ _{sf}	0.0000	--	0.0000
AA _{sf}	0.0000	0.0000	--

数据来源：Wind，联合资信整理。

四、创新动态

首单产品层出不穷

2020 年，资产证券化市场的首单产品不断涌现，基础资产类型和交易结构日益丰富。首先，新型底层基础资产纷纷推出。2020 年 2 月，首单建设期 PPP

⁴ 级差为下一等级发行利差均值减去上一等级发行利差均值，例如，AAA 和 AA+之间的级差为 AA+的发行利差均值减去 AAA 的发行利差均值，以此类推。

项目 ABS“申万宏源证券-北控水务楚雄州亚行配套 PPP 项目资产支持专项计划”成功募集资金 10.50 亿元，将 PPP 项目 ABS 的底层资产范围首次拓展到建设期 PPP 项目；2020 年 4 月，首单地方资产管理公司特殊机遇资产 ABS“华泰-浙商资产一期资产支持专项计划”成功募集资金 5.00 亿元，首次将非银行类不良债权纳入基础资产范畴；2020 年 5 月，首单工程尾款 ABS“中信证券-中国电建工程尾款 1 期资产支持专项计划”成功募集资金 4.45 亿元，将底层资产范围首次扩展到建筑工程尾款；2020 年 7 月，首单 IDC 新型基础设施收益权 ABS“远洋-中金-云泰数通一号第 1 期 IDC 新型基础设施收益权资产支持专项计划”成功募集资金 11.06 亿元，首次将互联网数据中心（IDC）收费收益权纳入底层资产范畴；2020 年 12 月，“兴业圆融-温州技术产权资产支持专项计划”成功募集资金 1.90 亿元，首次将非专利技术知识产权纳入底层资产范畴。

同时，交易结构也不断推陈出新。2020 年 4 月，“中信信托-南京世茂希尔顿酒店资产支持专项计划”成功募集资金 7.10 亿元，由中信信托直接担任计划管理人，成为首单单层 SPV 结构 CMBS，简化了交易结构；次月，“华泰佳越-仁恒皇冠假日酒店资产支持专项计划”成功募集资金 17.50 亿元，未设立信托计划，由华泰资管设立资产支持专项计划，成为首单无信托单层 SPV 结构 CMBS；2020 年 5 月，“天风证券-华福-前交所集合保理区块链资产 1 号资产支持专项计划”成功募集资金 3.22 亿元，首次采用了多家核心债务人、多家债权人、多家原始权益人模式，开创了首单“N+N+N”模式供应链金融 ABS；2020 年 6 月，“上海晋阳商业保理有限公司 2020 年度大同煤矿供应链第一期资产支持商业票据”成功发行，发行规模 5.46 亿元，通过滚动发行机制，有效降低了供应链上游企业的资金成本和融资压力，成为首单资产支持商业票据（表 9）。

表 9 2020 年首单资产支持证券

起息日期	产品名称	首单类型
2020/2/26	申万宏源证券-北控水务楚雄州亚行配套 PPP 项目资产支持专项计划	首单建设期 PPP 项目 ABS
2020/3/4	浦东科创 1 期知识产权资产支持专项计划（疫情防控 ABS）	首单疫情防控知识产权 ABS
2020/4/10	中信信托-南京世茂希尔顿酒店资产支持专项计划	首单单层 SPV 结构 CMBS
2020/4/29	华泰-浙商资产一期资产支持专项计划	首单地方 AMC 特殊机遇资产 ABS
2020/5/12	中信证券-中国电建工程尾款 1 期资产支持专项计划	首单工程尾款 ABS
2020/5/22	华泰佳越-仁恒皇冠假日酒店资产支持专项计划	首单无信托单层 SPV 结构 CMBS

2020/5/29	天风证券-华福-前交所集合保理区块链资产 1 号资产支持专项计划	首单 “N+N+N” 模式供应链金融 ABS
2020/6/5	上海晋阳商业保理有限公司 2020 年度大同煤矿供应链第一期资产支持商业票据	首单资产支持商业票据
2020/7/30	远洋-中金-云泰数通一号第 1 期 IDC 新型基础设施收益权资产支持专项计划	首单 IDC 新型基础设施收益权 ABS
2020/12/15	兴业圆融-温州技术产权资产支持专项计划	首单非专利技术产权 ABS

数据来源：Wind，联合资信整理。

ABS 信用风险缓释工具创设力度加大

2020 年，随着资产支持证券信用风险的逐步暴露，参照资产支持证券的信用风险缓释工具加快了创设步伐。2020 年，商业银行和证券公司参照 6 只资产支持证券共创设了 8 单信用风险缓释凭证，名义本金为 14.45 亿元，分别比 2019 年（3 只、3 单、3.13 亿元）增长了 100.00%、166.67%、361.88%，加大了资产支持证券的信用风险保护力度。

2020 年 6 月，兴业银行参照“和信（天津）国际商业保理有限公司 2020 年度包钢股份供应链第一期资产支持商业票据优先级”票据创设了信用风险缓释凭证，名义本金 0.20 亿元，是我国首单参照债券为资产支持商业票据的信用风险缓释凭证；2020 年 6 月和 7 月，中信证券参照“建鑫 2020 年第三期不良资产支持证券优先档资产支持证券”创设了 2 单信用风险缓释凭证，名义本金合计 9.75 亿元，成为首批参照不良个人住房抵押贷款支持证券创设的信用风险缓释凭证；2020 年 10 月，招商证券和兴业银行参照“兴晴 2020 年第一期个人消费贷款资产支持证券优先 C 档资产支持证券”创设了 2 单信用风险缓释凭证，名义本金合计 0.40 亿元，成为首批参照个人消费贷款资产支持证券创设的信用风险缓释凭证。

疫情防控 ABS 快速推出

2020 年，为了应对新冠肺炎疫情的冲击，帮助企业复工复产，疫情防控 ABS 快速推出。2020 年，全国共发行 59 单疫情防控 ABS，募集资金合计 886.75 亿元，为疫情防控和复工复产提供了及时的资金支持。

2020 年 2 月，“华电国际电力股份有限公司 2020 年度第一期绿色定向资产支持票据（疫情防控债）”成功募集资金 15.51 亿元，用于保障湖北等疫区基础设施电力供应，是首单疫情防控 ABN；同月，“中信证券-联易融-中交二航局供应链金融 2 期资产支持专项计划（疫情防控）”成功募集资金 2.30 亿元，用于支持疫区医院、企业、科研实验室的建设，成为交易所市场首单疫情防控 ABS；

2020 年 3 月，“浦东科创 1 期知识产权资产支持专项计划（疫情防控 abs）”成功募集资金 0.38 亿元，用于支持核酸检测试剂和新冠病毒疫苗的研发，是首单疫情防控知识产权 ABS。

五、信用事件

2020 年，债券市场上有 2 只资产支持证券首次发生违约⁵（表 10）；25 只资产支持证券信用评级下调⁶，同比增加 13 只；24 只资产支持证券被列入评级观察名单⁷（表 11），同比减少 16 只。

具体来看，违约债券方面，市场共有 2 家原始权益人发起的 2 单 2 只资产支持证券首次发生违约。2 只违约债券分别为：“桑德北京水务一期绿色资产支持专项计划优先级资产支持证券”“北京北大科技园建设开发有限公司 2018 年第一期资产支持票据优先级”。从债券违约原因来看，“桑德北京水务一期绿色资产支持专项计划优先级资产支持证券”主要受到项目建设资金回笼滞后、融资渠道收窄和股东支持力度减弱的影响；“北京北大科技园建设开发有限公司 2018 年第一期资产支持票据优先级”主要受到方正集团违约连带影响。

级别下调方面，市场共有 9 家原始权益人发起的 9 单 25 只资产支持证券债项评级发生下调，原始权益人家数、发行单数同比未发生变化，只数同比增加 13 只。其中，“天风-河南能源供气资产支持专项计划”“东亚前海-招商创融-富晟集团应收账款资产支持专项计划”“桑德北京水务一期绿色资产支持专项计划优先级资产支持证券”“北京北大科技园建设开发有限公司”“巩义燃气供气合同债权资产支持专项计划”5 单资产支持证券评级大幅下调，共涉及 9 只资产支持证券。从级别下调原因来看，2020 年市场上资产支持证券发生评级大幅下调的主要原因⁸是：主要增信方杠杆水平较高、扩张激进、爆发风险事件，如“东亚前海-招商创融-富晟集团应收账款资产支持专项计划”的差额支付承诺人福建福晟集团有限公司（以下简称“福晟集团”），自 2015 年以来大规模扩张，拿地较为激进，进而导致了偿债能力与流动性的恶化，造成主体违约和相应债券评级的大幅下调；又如“天风-河南能源供气资产支持专项计划”的保证人河南能源化工集团有限公司的主体评级被调降至 BB_{sf} 级，且被列入可能降级的观察名单，最终可能会对“天风-河南能源供气资产支持专项计划”产生实质性影响，

⁵ 违约事件和信用评级下调事件仅根据 Wind 公布的数据。

⁶ 评级下调数据包括违约债券信息。

⁷ 评级观察名单不包括信用等级发生调整且同时被列入评级观察名单的发行人信息。

⁸ 此处，对评级大幅下调债券的原因不包括对违约债券的分析。

因此造成了评级大幅下调。

被列入评级观察名单方面，市场共有 11 家原始权益人发起的 11 单 24 只资产支持证券被列入评级观察名单，原始权益人家数、发行单数以及只数同比分别减少 4 家、6 单和 16 只。从被列入评级观察名单的等级来看，2020 年被列入评级观察名单的资产支持证券以 AAA_{sf} 级和 AA⁺_{sf} 级为主，两者之和为 21 只，占比高达 87.50%，其中，AAA_{sf} 级资产支持证券有 14 只，AA⁺_{sf} 级资产支持证券有 7 只，占比分别为 58.33%和 29.17%。

表 10 2020 年资产支持证券违约和级别调降统计表

债券简称	项目全称	发起机构/原始权益人	评级机构	本次评级结果		上次评级结果	
				级别	评级时间	级别	评级时间
PR 豫煤 03	天风-河南能源供气资产支持专项计划	河南省煤气（集团）有限责任公司	中诚信国际	BB _{sf}	2020/11/24	AAA _{sf}	2020/6/30
豫煤 04				BB _{sf}	2020/11/24	AAA _{sf}	2020/6/30
豫煤 05				BB _{sf}	2020/11/24	AAA _{sf}	2020/6/30
福晟 1 优 A	东亚前海-招商创融-富晟集团应收账款资产支持专项计划	福建福晟集团有限公司	大公国际	CC _{sf}	2020/11/19	AAA _{sf}	2019/6/25
福晟 1 优 B				CC _{sf}	2020/11/19	AA ⁺ _{sf}	2019/6/25
巩燃 05	巩义燃气供气合同债权资产支持专项计划	巩义市燃气有限公司	联合评级	BB _{sf}	2020/10/15	BBB _{sf}	2020/6/24
巩燃 06				BB _{sf}	2020/10/15	BBB _{sf}	2020/6/24
高供水 03	高密水业供水收费权资产支持专项计划	高密市水业公司	联合评级	AA _{sf}	2020/8/4	AA ⁺ _{sf}	2019/7/25
高供水 04				AA _{sf}	2020/8/4	AA ⁺ _{sf}	2019/7/25
高供水 05				AA _{sf}	2020/8/4	AA ⁺ _{sf}	2019/7/25
高供水 06				AA _{sf}	2020/8/4	AA ⁺ _{sf}	2019/7/25
PRG 桑德	桑德北京水务一期绿色资产支持专项计划优先级资产支持证券	北京京禹顺环保有限公司	中诚信国际	C _{sf}	2020/7/6	AA ⁺ _{sf}	2020/1/22
遵运 01	国融证券-遵运集团客运收费收益权资产支持专项计划	贵州省遵义汽车运输(集团)有限责任公司	东方金诚	AA ⁺ _{sf}	2020/6/29	AAA _{sf}	2019/9/12
遵运 02				AA ⁺ _{sf}	2020/6/29	AAA _{sf}	2019/9/12
遵运 03				AA ⁺ _{sf}	2020/6/29	AAA _{sf}	2019/9/12
遵运 04				AA ⁺ _{sf}	2020/6/29	AAA _{sf}	2019/9/12
遵运 05				AA ⁺ _{sf}	2020/6/29	AAA _{sf}	2019/9/12
遵运 06				AA ⁺ _{sf}	2020/6/29	AAA _{sf}	2019/9/12
遵运 07				AA ⁺ _{sf}	2020/6/29	AAA _{sf}	2019/9/12
遵运 08				AA ⁺ _{sf}	2020/6/29	AAA _{sf}	2019/9/12
遵运 09				AA ⁺ _{sf}	2020/6/29	AAA _{sf}	2019/9/12
遵运 10				AA ⁺ _{sf}	2020/6/29	AAA _{sf}	2019/9/12
东宇 05	山东东宇工贸集团股份有限公司商业物业租金合同债权资产支持专项计划优先级资产支持证券 05	山东东宇工贸集团股份有限公司	联合评级	AA _{sf}	2020/6/29	AA ⁺ _{sf}	2019/6/26

18 北大科技 ABN001 优 先级	北京北大科技园建设开 发有限公司 2018 年第一 期资产支持票据优先级	北京北大科技园建设 开发有限公司	联合资信	B ⁺ _{sf}	2020/2/28	A _{sf}	2019/12/4
华信 01A	德邦-华信应收账款第一 期资产支持专项计划	上海华信国际集团有 限公司	联合评级	C _{sf}	2020/2/12	CC _{sf}	2019/6/25

注：此表统计范围包括了机构间私募产品报价与服务系统等市场。红色部分资产支持证券已发生实质性违约。“福晟 1 优 A”和“福晟 1 优 B”在统计期间共发生三次调降，大公国际于 8 月 28 日将两只债券的债项评级由 AAA_{sf} 级调降为 AA⁺_{sf} 级，又于 11 月 06 日将两只债券的债项评级调降为 A⁺_{sf} 级，最后于 11 月 19 日将两只债券的债项评级调降为 CC_{sf} 级。“PRG 桑德”在统计期间共发生两次调降，中诚信证评于 3 月 10 日将其债项评级由 AA⁺_{sf} 级调降为 B_{sf} 级，中诚信国际于 7 月 06 日将其债项评级调降为 C_{sf} 级。

数据来源：Wind，联合资信整理。

表 11 2020 年资产支持证券被列入评级观察名单统计表

债券简称	项目用全称	发起机构/原始权益人	公告日期	信用等级	评级机构	评级日期
19 聚 01B2	聚信国际租赁 2019 年第一期资产支持专项计划	聚信国际融资租赁股份有限公司	2020/12/30	AA _{sf}	联合评级	2020/6/29
融信 L 优 A	融信租赁 2017 年一期资产支持专项计划	融信租赁股份有限公司	2020/12/14	BB _{sf}	联合资信	2020/6/15
融信 L 优 B			2020/12/14	CCC _{sf}		2020/6/15
PR 银河 01	国君苏宁-银河物业费 2019 资产支持专项计划	苏宁电器集团有限公司, 江苏银河物业管理有限公司	2020/10/12	AAA _{sf}	联合评级	2020/10/12
19 苏宁 A1	中信金石-成都苏宁广场资产支持专项计划	南京苏宁商通企业管理服务有限公司	2020/10/12	AAA _{sf}	联合评级	2020/10/12
19 苏宁 B1			2020/10/12	AAA _{sf}		2020/10/12
19 苏宁 C1			2020/10/12	AAA _{sf}		2020/10/12
苏宁 06 优	长江楚越-苏宁 6 期供应链金融资产支持专项计划	和信（天津）国际商业保理有限公司	2020/10/10	AAA _{sf}	联合资信	2021/1/14
苏宁 05 优			2020/10/9	AAA _{sf}		2020/7/15
PR1A	平安汇通泛海民生金融中心资产支持专项计划	潍坊银行股份有限公司	2020/9/16	AAA _{sf}	联合评级	2020/6/19
泛海 1B			2020/9/16	AA ⁺ _{sf}		2020/6/19
PR18 泛 1A	天风-泛海民生金融中心 2018 年第一期资产支持专项计划	中国泛海控股集团有限公司	2020/9/16	AAA _{sf}	联合评级	2020/6/18
18 泛海 1B			2020/9/16	AA ⁺ _{sf}		2020/6/18
PR19 泛 1A			2020/9/16	AAA		2020/6/18
19 泛海 1B			2020/9/16	AA ⁺ _{sf}		2020/6/18
20 易鑫租赁 ABN001 优先 B	上海易鑫融资租赁有限公司 2020 年度第一期资产支持票据	上海易鑫融资租赁有限公司	2020/9/9	AA ⁺ _{sf}	联合资信	2020/7/28
泛物业 03	泛海物业合同债权资产支持专项计划	泛海物业管理有限公司	2020/7/14	AAA _{sf}	东方金城	2020/6/29
泛物业 04			2020/7/14	AAA _{sf}		2020/6/29
泛物业 05			2020/7/14	AAA _{sf}		2020/6/29
泛物业 06			2020/7/14	AAA _{sf}		2020/6/29
泛物业 07			2020/7/14	AAA _{sf}		2020/6/29

15 鹤热 04	鹤岗市热力公司热电收费收益权资产支持专项计划	鹤岗市热力公司	2020/6/29	AA ⁺ _{sf}	中证鹏元	2019/6/26
15 鹤热 05			2020/6/29	AA ⁺ _{sf}		2019/6/26
铜供水 05	铜仁供水公司供水合同债权资产支持专项计划	贵州省铜仁市供水总公司	2020/6/24	AA ⁺ _{sf}	中诚信国际	2020/6/23

注：此表统计范围包括了机构间私募产品报价与服务系统等市场。评级观察名单不包括信用等级发生调整且同时被列入评级观察名单的发行人信息。

数据来源：Wind，联合资信整理。

六、市场展望

市场规模有望稳步增长

近年我国资产证券化市场持续扩张，2020 年，即使在新冠疫情冲击下，我国资产支持证券发行规模达到 2.88 万亿元，同比增长 23.48%，较 2019 年增速（16.47%）加快 7.01 个百分点。展望 2021 年，资产证券化市场仍受到诸多因素支撑，发行规模有望持续增长。一是新冠疫情得到控制后我国经济逐步恢复发展，实体经济具有更强的融资需求，更多企业将通过发行资产支持证券融资，特别是其他融资渠道受到一定限制的民营中小微企业；二是随着资管新规过渡期进入尾声，非标融资和通道业务被持续压缩，非标资产有转为标准化债权资产的需要，而资产证券化是非标资产转为标准资产的重要方式，因此，越来越多的非标资产转为标准资产将推动资产证券化市场的进一步增长；三是随着不良资产规模的持续上升，以不良企业信贷资产和不良个人消费贷款等不良债权为基础资产的资产支持证券可能增多，特殊机遇资产证券化产品发行规模可能扩大；四是随着鼓励消费的政策不断推出，以消费性贷款为基础资产的资产支持证券可能继续增多，发行规模可能继续扩大；五是随着知识产权强国战略的深入实施，以专利权、商标权、著作权、非专利技术等知识产权为底层资产的资产支持证券有望继续增多，发行规模有望进一步扩大。

综上所述，2021 年，我国资产证券化市场规模有望继续稳步增长，发行规模或将突破 3.00 万亿元。

信用风险或将加快释放

2020 年，为了防控疫情、支持实体经济复苏、防范化解金融风险，监管部门采用了更加灵活适度的货币政策，有序化解了资产证券化市场的信用风险。展望 2021 年，随着我国经济逐步恢复发展，监管部门可能会逐步收紧信用政策，加快推进供给侧结构性改革，在此背景下，部分信用资质相对较弱的企业及相关资产证券化产品的信用风险可能将加速释放，尤需关注依赖单一信用主体作

为增信的资产证券化产品的信用风险。2021 年，在资产证券化产品中，需重点关注的风险包括：（1）PPP 项目资产证券化产品的增信主体风险，PPP 项目资产证券化产品往往高度依赖单一信用主体提供增信，一旦该信用主体资金链紧张、出现信用风险，其增信的 PPP 项目资产证券化产品也可能出现违约；（2）运输收费收益权类资产证券化产品的疫情风险，由于新冠疫情反复出现，部分地区被隔离封锁，相关交通运输企业的运营受到影响，部分航空公司的客票收入、公路运输公司的客运收入大幅下滑，可能出现违约；（3）基础设施收益权类资产证券化产品的发行人或原始权益人经营恶化，底层资产现金流大幅下降的风险，此类收益权类资产证券化产品的基础资产单一，集中度高，受到行业不景气、客户流失或政策变动等影响，现金流显著低于预期，从而无法及时足额兑付到期 ABS；（4）房地产行业的政策风险，在持续调控之下，部分房地产企业融资困难，现金流紧张，一旦主体出现流动性危机，对应的 ABS 也可能出现违约。

总体来看，2021 年，资产证券化市场的信用风险或将加快释放，资产证券化市场各参与方需加强风控体系建设，大力提升风控能力，以迎接未来的市场挑战。